

## 四川上市公司巡礼之川酒篇：大刀阔斧兴产区，美美与共赴未来 —四川白酒行业深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2024年1月10日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

### ❖ 四川省白酒产业发展概况

白酒产业是四川省的特色优势产业，2022年全省白酒产量348.1万千升，营收3447.2亿元，利润754.7亿元，产量、营收均占全国的52%，利润占全国的34%，整体实力稳居全国第一。

四川省与贵州省遵义市联合构成白酒地理标识中国“白酒金三角”，是由联合国教科文及粮农组织专家考证的美酒聚集区，形成了以泸州、宜宾、成都和德阳为主的川酒产业“四大主产区”。

四川白酒名优产品众多，形成了以“六朵金花”为引领，十朵小金花、原酒20强、众多的平台企业为梯队的“6+10+20+N”产业组织体系。

### ❖ 四川地区白酒产业发展优势

四川基于自然资源优势和品牌集群优势打造中国白酒黄金三角产区的白酒产业战略使得产业向名酒产区和特色产区集中，形成了宜宾、泸州、德阳、遂宁、成都“五大优势产区”互补的发展格局；一系列政策文件的发布推动四川白酒市场高质量发展；川酒在高水平的酿酒技术和创新数字技术的加持下进一步塑造竞争力，实现产业升级。

### ❖ 四川白酒发展空间

当前白酒行业深度调整，两级分化趋势明显，川酒中小型规模企业受到冲击；作为浓香大省，四川白酒产业面临着来自酱香、清香等其他香型的竞争；同时贵州茅台掌握高端酒的定价权，黔酒的影响力不容忽视。

但四川白酒产区的建设将有效发挥作用，促进川酒合同发力；“浓酱双优”的提出也将扩大川酒的覆盖范围，提升区域竞争力；川酒与科技创新、数字经济的融合将开拓更加广阔的新发展市场。

### ❖ 重点上市酒企分析

五粮液、泸州老窖、舍得酒业和水井坊作为上市川酒企业，在产品力、品牌力和渠道力方面都具有行业领先优势，通过建立清晰的价格带产品、传承历史悠久的酿酒文化，上市酒企将为川酒向好发展贡献更多力量。

### ❖ 风险提示

行业竞争加剧风险、食品安全风险、市场复苏进度不及预期风险。

## 正文目录

一、四川省白酒产业发展概况 .....	4
1.1 川酒产量稳居第一 .....	4
1.2 川酒区域发展态势 .....	5
1.3 川酒企业发展格局 .....	6
二、四川地区白酒发展优势 .....	10
2.1 “白酒金三角”战略，五大产区优势互补共同发展 .....	10
2.2 多项政策措施为川酒发展保驾护航 .....	11
2.3 技术赋能四川白酒产业更好发展 .....	13
三、川酒发展空间 .....	13
3.1 制约川酒发展的因素 .....	13
3.2 川酒未来发展展望 .....	15
四、重点上市酒企分析 .....	17
4.1 五粮液（000858.SZ）：质量兼顾，打好“五个攻坚战”奔赴和美未来 .....	17
4.2 泸州老窖（000568.SZ）：锐意改革，品牌复兴正当时 .....	18
4.3 舍得酒业（600702.SH）：产区名企双向赋能，向平台型企业进化 .....	19
4.4 水井坊（600779.SH）：“活态文化”和新渠道，企业发展韧性较强 .....	20
风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1 : 四川省白酒营收和利润保持增长 .....	4
图 2 : 四川省白酒产量占全国白酒产量的比重较高 .....	5
图 3 : 2022 年全国白酒产量分布结构 .....	5
图 4 : 四川处在“白酒金三角”优势地理位置 .....	5
图 5 : 四川主要白酒品牌地区分布 .....	5
图 6 : 2022 年四川省白酒营业收入地域分布情况 (单位: 亿元) .....	6
图 7 : 川酒企业全赛道布局 .....	8
图 8 : 2022 年“六朵金花”营业收入和利润情况及占全省的比例 .....	8
图 9 : 四川省上市白酒企业数量较多 .....	8
图 10 : 上市川酒企业具有竞争优势 .....	9
图 11 : 四川上市酒企 2023 年前三季度经营情况 .....	9
图 12 : 部分四川白酒企业产量 (万千升) .....	11
图 13 : 部分白酒企业营收 (亿元) .....	11
图 14 : 四川中小白酒企业数量较多 .....	14
图 15 : 头部酒企占据了川酒绝大部分“成绩” .....	14
图 16 : 我国不同香型白酒的市场规模 (单位: 亿元) .....	15
图 17 : 四川白酒和贵州白酒 2022 年在全国白酒行业的各项占比对比 .....	15
图 18 : 五粮液和系列酒产品收入 .....	18
图 19 : 包含线上销售模式的直销模式营收增长较快 .....	18
图 20 : 公司各类产品营收逐步增长 .....	19
图 21 : 酒类产品产量有序规划 .....	19
图 22 : 舍得酒业中高档酒和低档酒的表现 .....	20
图 23 : 舍得酒业经营势头逐渐转好 .....	20
图 24 : 高档酒营业收入占比较高 .....	21
图 25 : 公司逐步开发新兴渠道 .....	21
表 1 : 四川省白酒“六朵金花”和“十朵小金花”一览 .....	7
表 2 四川省白酒行业指示性政策文件 .....	11

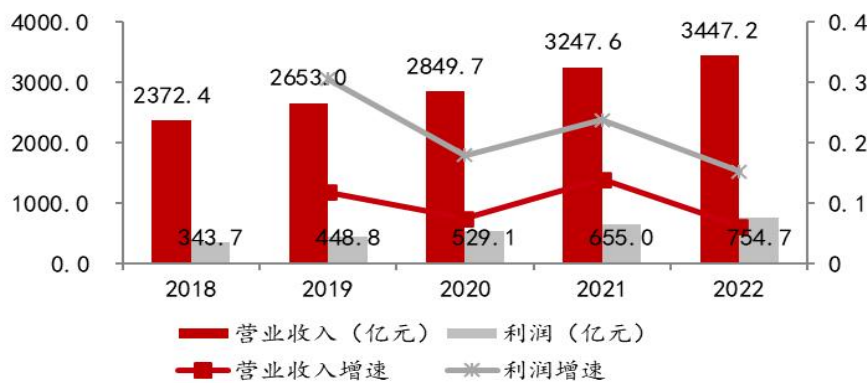
## 一、四川省白酒产业发展概况

### 1.1 川酒产量稳居第一

白酒产业是四川省的特色优势产业，其属于四川省着力建设的5个“万亿级”支柱产业之一的食品饮料产业，战略地位较高。作为中国白酒的重要产区之一，四川省近年来大力实施川酒振兴战略，白酒产量和销售额在全国占比较高，据四川中国白酒金三角酒业协会第一届理事会工作报告，2022年全省白酒产量348.1万千升，同比2012年增长17%；营收3447.2亿元，同比2012年增长106.2%；利润754.7亿元，增长157.9%。2022年全省白酒产业产量、营业收入均占全国的52%，利润占全国的34%，整体实力稳居全国第一。

四川省规模以上白酒企业营业收入和利润逐年增长，2021年全省共有294家规模以上白酒企业，合计完成营业收入3247.6亿元，同比增长13.8%；实现利润655亿元，同比增长23.7%。直至2022年，营业收入已达3447.2亿元，利润超750亿元，展现了较好的发展势头。

图 1：四川省白酒营收和利润保持增长

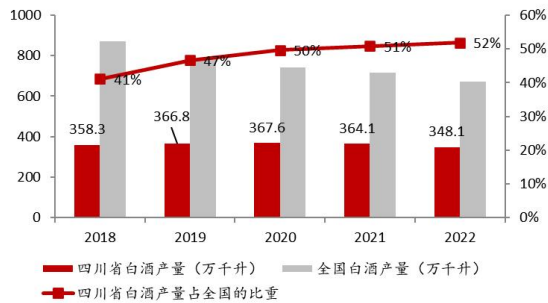


资料来源：白酒金三角协会，四川省人民政府网，四川酿酒研究院等，川财证券研究所

在全国范围内，四川省的白酒产量占比一直较为领先。2022年全国白酒产量按照省域划分，可知占据全国白酒总产量51.86%的川酒位居全国第一；湖北省白酒产量为36.3万千升，占比为5.41%，为全国第二；北京市白酒产量为29.8万千升，占比为4.4%，同比增加1.8%，在全国范围内排名第三。从产量占比来看，四川省优势显著，遥遥领先。<sup>1</sup>

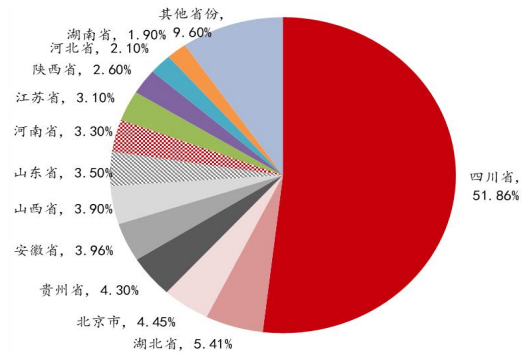
<sup>1</sup> 资料来源：2022年中国白酒行业名酒品牌发展现状及趋势 - 中国食品工业协会官网 (cnfia.cn)

**图 2：四川省白酒产量占全国白酒产量的比重较高**



资料来源：四川统计局，国家统计局，iFinD，川财证券研究所

**图 3：2022 年全国白酒产量分布结构**

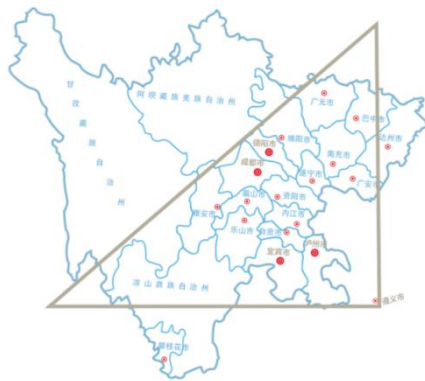


资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

## 1.2 川酒区域发展态势

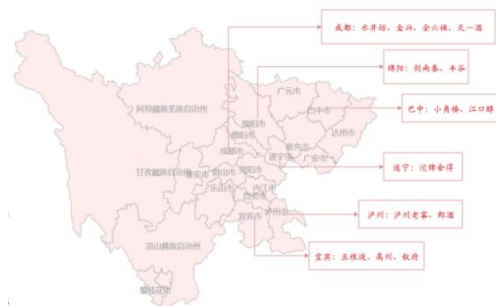
四川省与贵州省遵义市联合构成了白酒地理标志中国“白酒金三角”，是由联合国教科文及粮农组织专家考证的美酒聚集区，核心区位于北纬 27° 50' ~29° 16'、东经 103° 36' ~105° 20' 的长江（宜宾-泸州）、岷江（宜宾段）、赤水河流域；延伸区域位于涪江、岷江流域沿线，以成都、德阳、绵阳、遂宁等地为承载点；协作区位于四川盆地周边山区和高原地区，主要包括巴中、内江、凉山等。气候、水源、土壤共同为酿造优质白酒提供了得天独厚的环境，使得浓香川酒体系得以发展，呈现出明显的区域集中特征。目前，川酒产业形成了以德阳、酒都宜宾、酒城泸州、原酒之乡成都邛崃为主的“四大主产区”。其中，五粮液所在的宜宾具有突出的竞争优势，遂宁、绵阳等市也分布有较好的白酒品牌。

**图 4：四川处在“白酒金三角”优势地理位置**



资料来源：白酒金三角官网，川财证券研究所

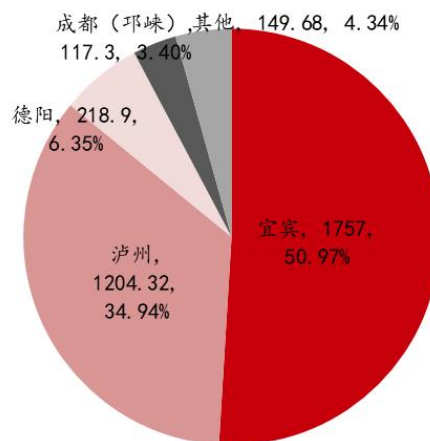
**图 5：四川主要白酒品牌地区分布**



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

川酒宜宾产区拥有 4000 多年酿酒史，形成以五粮液为引领的千亿级的白酒企业集聚，2022 年，宜宾规上白酒企业实现产量 58 万千升、营收 1757 亿元、利润 395 亿元，产量不足全国白酒行业的十二分之一，但营业收入和利润已达全国白酒行业的四分之一和六分之一<sup>2</sup>。川酒泸州产区拥有泸州老窖和郎酒两大名酒，是全国范围内规模最大的产业发展区，同时也具备最全的产业链和功能设施，2019-2022 年，泸州白酒分别实现营业收入 897.1 亿元、1008.4 亿元、1085.6 亿、1204.32 亿元，同比增长分别为 13.3%、10%、14.9%、10.9%；利润从 113.7 亿元增长至 279.93 亿元，增幅达 146.2%。<sup>3</sup>川酒德阳产区培育出“剑南春”“金雁”“杜甫”等白酒知名企业，2022 年，德阳白酒产量达 16.3 万千升，营业收入达 218.9 亿元。<sup>4</sup>川酒成都（邛崃）产区拥有全兴大曲、水井坊等知名品牌，2022 年，邛酒营收实现 117.3 亿元、同比增长 17.4%，较 2020 年基本实现“翻番”。<sup>5</sup>川酒川东北产区由遂宁、南充、巴中、绵阳、广元、达州、广安 7 个市组成，拥有沱牌舍得、绵阳丰谷、巴中小角楼和江口醇等口碑品牌，补齐川酒产业集聚发展的最后一块版图。

图 6：2022 年四川省白酒营业收入地域分布情况（单位：亿元）



资料来源：白酒金三角，德阳市人民政府，邛崃市人民政府等，川财证券研究所

### 1.3 川酒企业发展格局

凭借着优越的自然条件、雄厚的产业基础和有效的政策支持，四川白酒名优产品众多，浓香型酒类品牌美名远扬，“浓酱双优”优势独特，已形成五粮液、泸州老窖、剑南春、

<sup>2</sup> 宜宾首部白酒产区画册《酒都宜宾 和美世界》在蓉发布 - 中国白酒金三角 (baijiutriangle.com)

<sup>3</sup> 逐梦 2000 亿产区目标，“泸十条”让“再造一个泸州”加速 - 中国白酒金三角 (baijiutriangle.com)

<sup>4</sup> 德阳市人民政府 (deyang.gov.cn)

<sup>5</sup> 以产区之名，再会武汉|邛酒产区携 12 家酒企参与武汉中部酒博会-最新动态-邛崃市人民政府门户网站

郎酒、舍得、水井坊“六朵金花”，小角楼等“十朵小金花”和川酒集团、高洲等原酒 20 强的白酒企业集群，川酒产业愈发壮大。剑南春、舍得酒业、水井坊都实现快速增长，第一梯队的地位更加稳固；丰谷、仙潭等在评为“十朵小金花”之后品牌影响力和辨识度进一步提升，销售收入和利润持续增长；原酒产业优势加强，巴蜀液、高洲获评“四川省首届原酒生产企业 20 强”。四川白酒以“六朵金花”为引领，十朵小金花、原酒 20 强、众多的平台企业为梯队的“6+10+20+N”产业组织体系形成，进一步增强了川酒的产业竞争力。

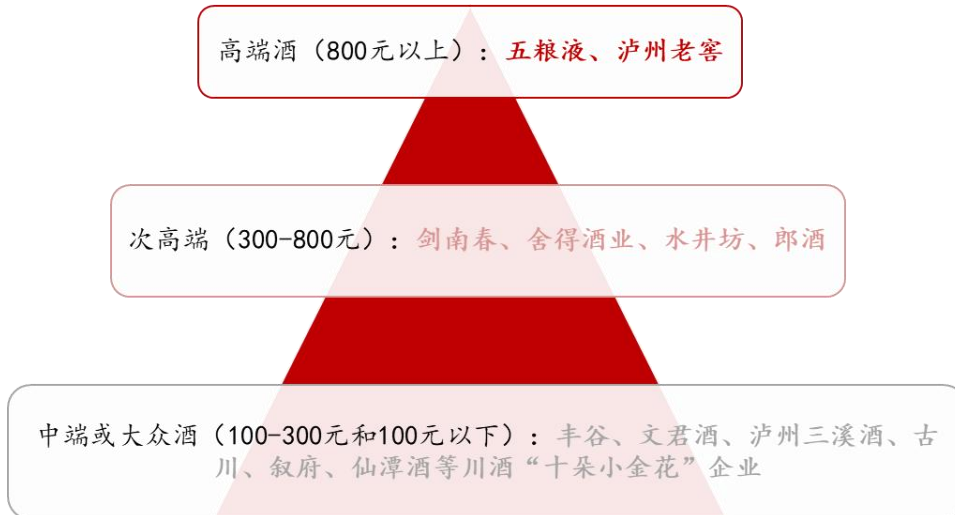
**表 1：四川省白酒“六朵金花”和“十朵小金花”一览**

序号	六朵金花	序号	十朵小金花
1	宜宾五粮液股份有限公司	1	四川丰谷酒业有限责任公司
2	泸州老窖股份有限公司	2	四川省文君酒厂有限责任公司
3	舍得酒业股份有限公司	3	四川泸州三溪酒类（集团）有限责任公司
4	四川水井坊股份有限公司	4	四川省古川酒业有限公司
5	四川剑南春（集团）有限责任公司	5	四川远鸿小角楼酒业有限公司
6	四川郎酒集团有限责任公司	6	四川省宜宾市叙府酒业股份有限公司
		7	四川江口醇酒业（集团）有限公司
		8	四川仙潭酒业集团有限责任公司
		9	四川广汉金雁酒业有限公司
		10	四川泸州玉蝉酒业集团有限公司

资料来源：四川中国白酒金三角酒业协会，川财证券研究所

川酒布局覆盖全赛道，产品矩阵完善，给予消费者多样选择。白酒产业按照产品价格可划分为高端白酒、次高端白酒、中端白酒与大众白酒。通常情况下，高端白酒的价格带定位在 800 元以上，主流产品包括飞天、普五、国窖 1573 等，主要用于商务活动和高端宴请等场景；次高端白酒价格带处于 300-800 元，以品味舍得、青花汾酒、井台等产品为代表；中端白酒价格带定在 100-300 元，适用自饮、家宴等场景；大众白酒价格带定位在 100 元以下，也主要用于日常个人饮酒与一般聚餐。以企业的明星产品的价格划分酒企所处赛道，可知五粮液、泸州老窖为高端酒，剑南春、舍得、水井坊、郎酒属于次高端白酒，2019 年评选出的“十朵小金花”主要为中端或大众酒品牌。

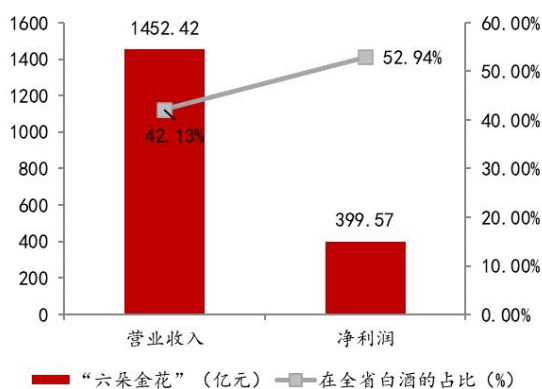
图 7：川酒企业全赛道布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

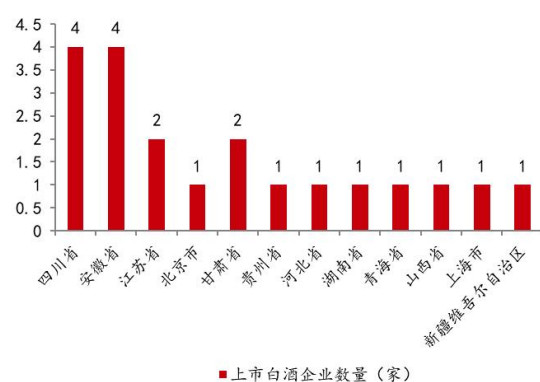
川酒品牌集中度较高，六朵金花营业收入合计占据近半壁江山。2022年，四川省白酒“六朵金花”的主营业务收入近1500亿元，利润超过399亿元，在全省范围内分别占比42.13%和52.94%。其中五粮液、泸州老窖、舍得酒业、泸州老窖为上市公司，使得四川在20家A股白酒企业中占据四席，与安徽省上市酒企数量并列第一，上市白酒企业的做大做强，带动川酒竞争力凸显。

图 8：2022 年“六朵金花”营业收入和利润情况及占全省的比例



资料来源：四川省酿酒研究所，川财证券研究所

图 9：四川省上市白酒企业数量较多



资料来源：iFinD，川财证券研究所

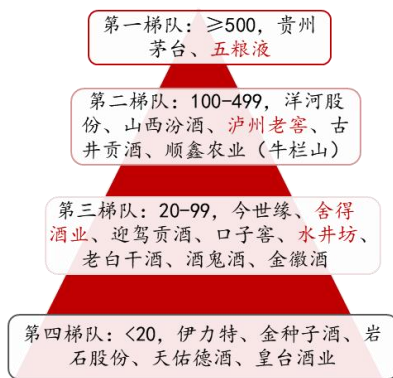
上市川酒企业影响力和竞争力都具有优势。根据2022年酒企的营收数据进行划分，20家A股酒企可以划分为4个梯队，营收大于500亿元的第一梯队：贵州茅台（1241.00



亿元)、五粮液(739.69亿元);营收在100亿元到499亿元的第二梯队:洋河股份、山西汾酒、泸州老窖(251.24亿元)、古井贡酒、顺鑫农业(牛栏山);20-99亿元的第三梯队:今世缘、舍得酒业(60.56亿元)、水井坊(46.73亿元)、迎驾贡酒、口子窖、酒鬼酒、金徽酒、老白干酒;20亿元以下的为第四梯队:伊力特、金种子酒、岩石股份、天佑德酒、皇台酒业。五粮液作为蝉联四届中国名酒品牌,在2022年度实现营收739.69亿元,同比增长11.72%,以稳健增长的姿态与茅台一起跻身于白酒行业第一梯队。

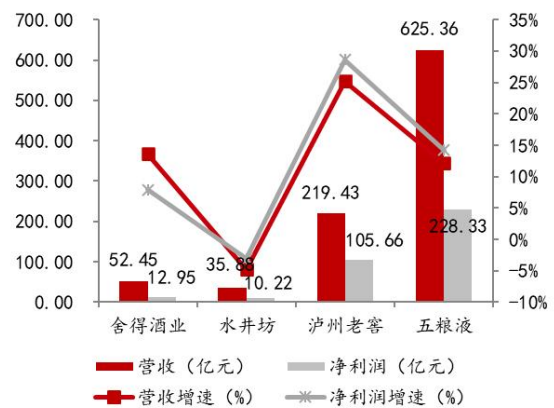
**2023年前三季度,四川省白酒上市企业业绩亮眼,展现出川酒企业稳健发展的特点。**五粮液的营收和净利润规模分别为625.36亿元和228.33亿元,同比分别增长12.11%和14.23%,均遥遥领先于其他3家企业。泸州老窖凭借25.21%的营收增速,位居增速第一位,发展态势迅猛,从利润来看,企业105.66亿元净利超越去年全年净利润水平,泸州老窖整体盈利水平和竞争力在提高。舍得酒业通过深耕市场渠道、创新消费者体验、坚定老酒、科创驱动战略,继续筑牢经营基本盘,在今年前三季度实现营业收入52.45亿元、归母净利润12.95亿元,同比分别增长13.62%和7.93%。水井坊从第三季度来看,单季度实现营收/归母净利润20.62/8.20亿元,同比分别增长21.48%和19.61%,兑现了公司在半年报中提出的2023年第三季度开始营收恢复双位数增长的目标。

**图 10: 上市川酒企业具有竞争优势**



资料来源: 中国食品工业协会, 川财证券研究所

**图 11: 四川上市酒企 2023 年前三季度经营情况**



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

## 二、四川地区白酒发展优势

四川省白酒产业整体实力稳居全国第一，知名产区质量效益双重提升，这些优质表现离不开得天独厚的自然酿酒资源、独具优势的酿酒技艺和省委省政府及相关部门的关注支持，共同塑造“川酒”品牌的发展优势。

### 2.1 “白酒金三角”战略，五大产区优势互补共同发展

四川省适宜的气候、水源、土壤等地理条件成为白酒产业发展壮大的先天自然资源禀赋，川东北、川南地区也由此孕育出多家白酒企业，五粮液、泸州老窖、水井坊等知名酒企在此发源集聚且兴盛不衰，成就了川酒产量、营业收入等在全国范围内的领先地位，形成影响力较大的规模优势，川酒浓香品牌享誉全国。

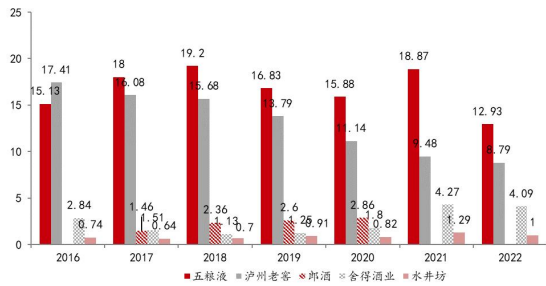
正是白酒金三角处于亚热带，气候温和湿润、水资源丰富，盆地昼夜温差小、日照时间短，红色土壤中富含磷、钴等丰富的矿物质，可以生产出糯质优质的高粱，这一酿造美酒的自然环境成为四川省打造中国白酒黄金三角产区的战略基础。金三角战略使得产业向名酒产区和特色产区集中，品牌向名酒品牌、区域强势品牌集中，将自然资源与产业资源集聚起来，使得川酒发展迈上竞争力和影响力双重提升的新台阶。

四川中国白酒金三角酒业协会作为战略的主要参与者和四川白酒产业发展的重要推动者，深入研究产业发展趋势，在品牌建设、市场开拓、质量提升、标准制定和人才培养方面做出务实的努力。在产业发展方面，协会经过专题调研深入了解企业的生产经营、酿造工艺、产能储能等情况，对主要问题进行分析，提供切实有据的行业意见，制定产业政策和行业发展规划，让产区企业的合法权益得到维护；在品牌建设方面，各类展销活动便利开展，使得川酒可以在各类型宣传活动、专业论坛、白酒鉴评中与优秀酒企相互交流，同时带来了更广阔的国际性文化视角与更多的品牌合作机会；在人才培养方面，川酒行业的可持续发展需要技术人才支撑，协会举办品评、酿造、酒体设计等各类职业技能竞赛为行业选拔技术人才，构建“产、学、研、用”人才培养体系，加强专家队伍建设，助力川酒高质量发展。

如今，白酒金三角宜宾、泸州、德阳、遂宁、成都“五大优势产区”梯次错位、优势互补，发展格局清晰稳固。从2007年开始，四川一直稳居全国白酒产量第一的位置，且所占百分比不断提升，据金三角协会王少雄理事长的工作报告，2022年全省白酒产量348.1万千升，同比2012年增长17%；销售收入3447.2亿元，同比2012年增长106.2%，十年来四川白酒产业发展质量和效益明显提升。<sup>6</sup>

<sup>6</sup> 白酒金三角，中国白酒金三角，中国白酒，川酒，中国白酒金三角协会，四川中国白酒金三角协会 (bjjsj.top)  
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 12：部分四川白酒企业产量（万千升）



资料来源：白酒金三角，iFinD，川财证券研究所

图 13：部分白酒企业营收（亿元）



资料来源：白酒金三角，iFinD，川财证券研究所

## 2.2 多项政策措施为川酒发展保驾护航

川酒产业是全省各界重视的领域，一系列政策文件的发布推动四川白酒市场高质量发展。首先是纲领性文件指明四川白酒需要达到的目标，并给予相关举措支持。四川省高度重视优质白酒产业发展，相关部门打造了适宜白酒产业发展壮大的政策生态环境。2015年出台《关于促进白酒产业转型升级健康发展的指导意见》扶持白酒企业深度调整；2017年发布《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》和《四川省白酒产业“十三五”发展指南》；2019年，工业和信息化部积极推动国家发改委将白酒生产线从《产业结构调整指导目录》中的限制类删除，使得四川省白酒产业迎来宽松的发展环境；2021年印发《推动四川白酒产业高质量发展的若干措施》，将白酒写入四川“十四五”规划；2022年《白酒优势产区创新升级行动实施方案（2022-2025年）》《四川省优质白酒产业园区培育服务管理办法（试行）》文件发布，多项政策措施引领川酒补齐短板，强化优势，有力支撑白酒行业在产能、品牌、人才、创新等方面转型升级。

表 2 四川省白酒行业指示性政策文件

时间	发布部门	文件名称	主要内容
2015	四川省经济和信息化委	《关于促进白酒产业转型升级健康发展的指导意见》	优化产业结构；提升质量水平；推动股权多元化；创新营销模式；加强品牌建设和保护，丰富品牌内涵；加强科研和人才培养。
2017	四川省政府	《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》	支持省内白酒企业兼并重组；奖励或补助白酒企业的重大技术改造；对白酒企业开展国际市场营销活动给予支持；鼓励企业通过多种方式融资；探索设立全省白酒产业发展基金支持重点企业加快发展。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



2021	四川省政府	《关于印发推动四川白酒产业高质量发展的若干措施的通知》	“十二条”：推动产业集聚发展；巩固扩大优质产能；加快技术改造升级；做大做强优势企业；持续提升川酒品牌影响力；推动酿酒专用粮基地建设；加强产业创新发展；加大市场拓展力度；加强质量安全管控；促进跨界融合发展；加大财政金融支持力度；加大人才队伍建设。
2021	四川省政府	《四川省“十四五”规划和2035年远景目标纲要》	优化提升攀乐宜泸沿江经济带，壮大世界级白酒产业集群；打造具有国际竞争力的先进制造业集群，推动优质白酒创新发展。
2022	四川省政府	《白酒优势产区创新升级行动实施方案（2022-2025年）》	重点产区立足优势、创新发展，着力打造集群发展新标杆；支持宜宾、泸州加快建设世界级优质白酒产业集群；支持成都、德阳、遂宁等优势产区强化产业链分工配套，加速园区培育和集群发展。
2021	宜宾市人民政府	《宜宾市白酒产业发展规划（2021-2025年）》	提高质量效益和核心竞争力，提升“中国白酒之都”地位，打造“世界优质浓香白酒主产区”，打响“酒都宜宾 浓香天下”，做强2021年如期建成全省经济副中心和“十四五”末建成成渝地区经济副中心的重要产业支撑。
2023	遂宁市人民政府	《遂宁市支持白酒产业高质量发展若干措施》	支持产业集群发展、提质增量、提档升级、创新发展；强化要素保障；支持提升数字化水平；支持提升质量安全监管水平；支持酒旅融合发展；支持项目引进等。

资料来源：四川省人民政府，宜宾市人民政府，遂宁市人民政府，川财证券研究所

## 其次是四川省积极完善白酒产业的地方标准文件，促进行业规范、高质量发展。

《四川省酒类管理条例》作为四川省最严酒类管理条例，是川酒生产适用的最完整法条；在白酒贮存容器方面，2023年3月28日，四川省首个市际联盟地方标准——自贡市、宜宾市、内江市、泸州市《白酒贮藏容器 陶坛》通过专家组技术审查，规范了白酒贮藏专用容器陶坛产品的质量控制，于7月1日开始实施；四大主产区先后制定了《邛崃浓香型白酒原酒生产技术规范》《多粮浓香型白酒生产企业良好行为规范》等系列标准，来推动企业自建酿酒原料基地，加强全流程监控，支持行业标准化发展；2022年，四川省市场监督管理局发布《浓香型白酒新标准使用注意事项》，对浓香型白酒新标准的



修订内容进行解读，分析新标准产生的影响，有助于省内酒企更好开展白酒生产活动；同年《小曲清香型白酒生产技术规范》地方标准发布，鼓励小曲清香型白酒的打造和竞争力的提升；在白酒原料处理方面，泸州市市场监管局于2023年7月发布实施《酿酒副产物生产生物有机肥技术规范》《酿酒副产物生产有机肥料技术规范》两个地方标准，对酿酒废弃物进行无害化处理。从白酒生产原料到生产容器到酿酒材料处理，标准要求保障白酒的质量安全、促进品质提升，省市场监督管理局对国家发布的浓香型白酒新标准详细解读，这些举措都推动了川酒高质量发展。

## 2.3 技术赋能四川白酒产业更好发展

川酒在高水平的酿酒技术和创新数字技术的加持下，坚持守正创新，实现产业升级，在时代的浪潮中稳步发展。

川酒的酿造工艺和核心科技塑造产业的核心竞争力，其独特的固态酿造技艺、强大的科研实力、庞大的人才队伍和对“品质至上”的不懈追求，代表了中国白酒最为领先的水平。全省的白酒产业从业人数超50万人，中国酿酒大师、国家级白酒评委等超百人，拥有固态酿造研究中心等一大批重量级创新平台。以六朵金花为代表的各个川酒企业都有相应的酿造研究，丰谷将低醉酒度作为科研方向，沱牌舍得坚持生态酿酒，泸州老窖早在1959年就出版了《泸州老窖大曲酒》，被誉为“浓香大曲酿制方法工艺教科书”，五粮液和江南大学联合攻关完成多项白酒酿造应用技术研究项目等，这些研究不仅提升四川白酒的产区价值，也是整个白酒行业的财富。

在全球加快发展数字经济的时代背景下，白酒产业需要积极拥抱新一轮技术革命，着力提高科技创新能力，促进数字经济与产业深度融合。川酒从产业实际需要出发，不断探索数字技术在涉及原粮种植、生产酿造、产品研发、业态创新，仓储物流、营销服务、文化推广的全产业链中的应用。白酒金三角协会已初步建成以大数据及智能推荐算法为支撑的川酒关键信息互联网搜索引擎，涵盖专家档案数据、企业档案数据、产品指标数据、消费者心智词汇数据的四川白酒产业数据库；在保证川酒优秀传统酿酒工艺和独特风味的前提下，推动泸州老窖、剑南春等企业建设浓香型白酒制曲、酿酒智能化示范生产线；推动搭建川酒直播基地，实现线上经济与川酒产业深度融合发展。

## 三、川酒发展空间

### 3.1 制约川酒发展的因素

白酒行业深度调整，两级分化趋势明显，川酒中小型规模企业受到冲击。当前白酒行业正处于新周期的转折点，酒业寒冬下企业两极分化的情形加剧，疫情等因素影响导致规模以上企业数量减少，利润进一步向头部企业集中，中小酒企等无特殊优势、竞争力较

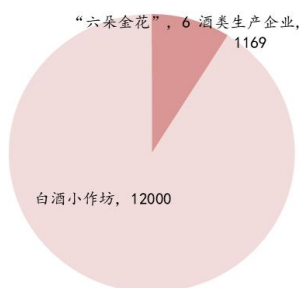
弱的企业处境较为艰难。对于川酒来说，五粮液实力强劲，其余“五朵金花”营收规模较高，“十朵小金花”迅速成长，形成一超多强的区域品牌格局，但总的酒企数量较多，中小型酒企面临着经营压力。

四川省市场监管局在2023年4月的全国白酒质量安全监管座谈会上披露，四川酒类生产企业有1169户，白酒小作坊1.2万余户，规模以上白酒企业数量、市场销售份额和名优品牌规模都位居全国第一<sup>7</sup>。但如此多的川酒企业，仅有十几家脱颖而出，足以说明四川白酒行业的马太效应也逐步加剧，中小酒企正经历大浪淘沙。

头部酒企对川酒的贡献度显著，2022年“六朵金花”的营业收入和利润分别占全省白酒的42.1%和52.9%，足以说明川酒行业进一步向头部集中，川酒名企发展势头强劲，不可避免地会对中小酒企形成挤出效应。

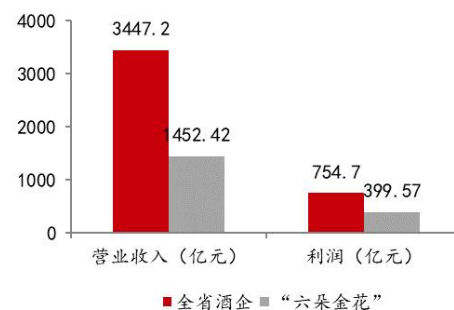
同时白酒市场需求的降低导致行业面临产能过剩的问题，然而头部酒企扩产能的步伐未变，中小酒企只能以销量定产量，减产甚至停产，处于基酒库存高居不下、利润逐年下滑的困境，以原酒为例，全国范围内对四川原酒需求下降，较有实力的酒企逐步建立起自己的原酒生产基地，对四川原酒的依赖性降低。中小酒企品牌力不足，影响了产品的传播范围和影响力。

图 14：四川中小白酒企业数量较多



资料来源：四川省市场监督管理局,川财证券研究所

图 15：头部酒企占据了川酒绝大部分“成绩”



资料来源：白酒金三角，四川省酿酒研究所，川财证券研究所

白酒已进入存量竞争的时代，四川作为浓香大省面临着来自酱香、清香等其他香型的竞争。目前我国白酒主要分为酱香型、浓香型、清香型、凤香型、米香型、兼香型、老白干香型、董香型、特香型、芝麻香型、豉香型和馥郁香型共12大香型以及其他小香型，不同香型在市场中占据不同份额，竞争激烈。市占率较高的为浓香型、酱香型和清香型3类，合计约占九成以上，其中浓香型市场规模最高，大约占据白酒市场的半壁江山，涵盖了川酒的绝大多数品牌，例如五粮液、泸州老窖、剑南春等都为浓香型白酒，在市

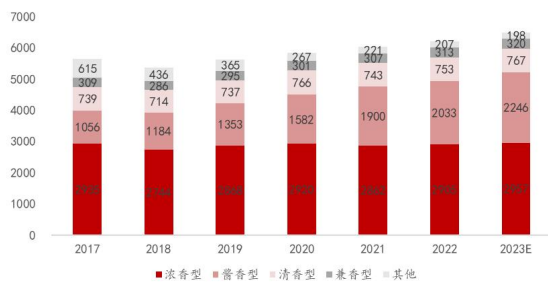
<sup>7</sup> 四川省市场监督管理 <http://scjgj.sc.gov.cn/scjgj/c104475/2023/4/23/f588bc16171a4fddaa39b7f323ba7f47.shtml>



场中具有较大的影响力。然而，近几年酱香型白酒热度逐渐提升，其产品质量较高、香味层次丰富，包括茅台在内的酱香酒被越来越多的人接受，贵州省作为世界酱香型白酒的发源地和主产区，也成为了四川省白酒的有力竞争对手。基于此，四川省在 2021 年初提出“浓酱双优”发展规划，但从企业发展来看，“六朵金花”中郎酒是浓酱兼香型，其他多为浓香型，发展酱香型具有一定的挑战；对于其他中小酒企来说，做好“浓酱双优”更是具有难度。与此同时，自 2023 年 7 月 1 日开始实施的《四川清香型白酒》也彰显出川派清香白酒发展的决心。

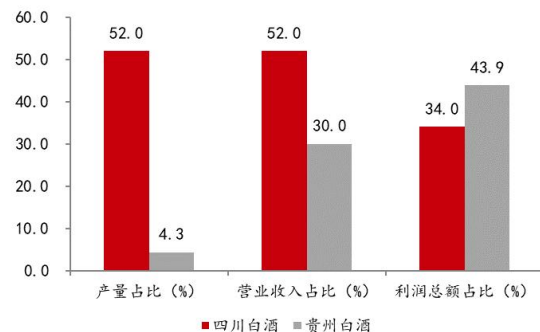
黔酒是不可忽视的对手，茅台掌握高端酒的定价权。2022 年四川省全省白酒产量 348.1 万千升，实现营收 3447.2 亿元，均占整个白酒行业的 52%，实现利润 754.7 亿元，占全国的 34%；而贵州省规模以上白酒企业完成产量 28.9 万千升，实现营收 1204.4 亿元，以占比全国 4.3% 的产量，实现了行业销售收入的 30%，贡献了行业利润总额的 43.9%<sup>8</sup>。对比产量和利润总额，贵州省白酒行业的盈利能力明要更加优于川酒，具有“量少质优”的发展特点，在全国白酒行业的重要地位不言而喻；从企业角度，贵州茅台作为黔酒的领军者，也可以说是整个白酒行业的领军者，具备行业定价权，已对川酒企业形成压制；从发展态势看，黔酒正在围绕赤水河流域形成多点爆发的发展新格局，“产区溢价”与“品类溢价”态势强劲。

图 16：我国不同香型白酒的市场规模（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中商产业研究院，川财证券研究所

图 17：四川白酒和贵州白酒 2022 年在全国白酒行业的各项占比对比



资料来源：白酒金三角，贵州省中小企业网，川财证券研究所

### 3.2 川酒未来发展展望

面对白酒行业马太效应加剧、中小酒企经营困难的状况，四川白酒产区的建设将有效发挥作用，促进川酒合同发力。未来的川酒将以产区为抓手抱团发展，形成专业、标准的

<sup>8</sup> 贵州省中小企业网，<https://sme.gxt.guizhou.gov.cn/news/show-150004.html>



规模化产业集群，让名企带动中小酒企共同发展，构建协同发展的川酒体系。目前五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、沱牌等已是享誉中国的名酒，打响了川酒品牌的知名度，也以此为基准规划了五大产区，让产区内的酒企都可以共享资源，共同成长。

具体而言，泸州产区致力于发挥浓酱双优的独特优势；宜宾产区以长江零公里生态区坚持“五粮液和宜宾酒”品牌战略，鼓励中小酒企走“专、精、特、新”路线；成都产区推进中国酒庄产业集群发展；德阳产区围绕“中国美酒名城”趋势发展；川东北产区拥有一批家喻户晓的白酒企业，产业发展大有可为。川酒的产业集聚战略让产区内部的各梯队酒企深入交流合作，促进各家产品质量升级、品牌影响力提升，不同产区之间也可融合发展，是四川省“建设世界级优质白酒产业集群”的必由之路，将推动川酒和美与共，全面发展。

**四川不止浓香白酒，“浓酱双优”成为川酒新发展方向。**酱香热和清香复兴对浓香白酒市场形成一定程度的挤压，面对不同香型间的激烈竞争，四川虽以浓香型白酒为主流，但实际上四川部分区域也处在可发展酱香酒的赤水河流域，因此，四川提出“浓酱双优”战略，让酱酒成为新的增长极。川酒在“十四五”规划的蓝图就提出“浓酱双优”，其本身就是次于贵州的优质酱酒产区，酱酒产能主要集中在泸州、大邑、邛崃、遂宁等地，领军品牌郎酒在酱香大势下营收快速增长，这都说明四川具备发展酱香酒的条件。政策方面，2019年四川、贵州两省政府签署“1+8”合作协议，共同打造以赤水河流域为核心的世界酱香型白酒产业集群；2020年，古蔺县政府工作报告中也提出“打造酱酒产业发展集群”的目标，这些都体现了四川培育川派酱酒的决心。“浓酱共美”战略是顺应白酒市场变化的必然举措，将有效提升川酒整体品牌形象，扩大市场占有率，提高区域在整个白酒行业的竞争力。

**实施制造业重点产业链高质量发展行动，川酒产业可借助互联网络、数字技术开拓新发展市场。**在酿酒氛围浓厚的四川，已经建立起多个川酒创新平台，包括国家固态酿造工程技术研究中心、中国轻工业白酒智能制造工程技术研究中心等，产、学、研、用在创新平台融为一体，为川酒突破关键技术带来有效支撑。自动化生产设备为川酒酿造带来新的可能性，自动上甄机器人、自动蒸馏系统、摊晾喂料机等设备的使用提高了出酒率、优质酒率，发展了绿色生态酿造、节约了人力成本和其他资源，智能化生产方式助力川酒企业竞争力的提升。互联网开启川酒数字消费的新时代，物联网系统、大数据平台等让川酒的管理和营销变得透明、高效，电商平台、官方小程序打造川酒的新消费场景，区块链技术助力白酒类数字藏品建设成为新的消费模式。川酒产业与科技创新、数字经济的融合将形成川酒活跃发展的新生态。



## 四、重点上市酒企分析

### 4.1 五粮液（000858.SZ）：质量兼顾，打好“五个攻坚战”奔赴和美未来

公司总部位于中国酒都宜宾，拥有最适合酿造优质纯正蒸馏白酒的自然资源和更迭、传承千年的酿造工艺，主要产品“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表和著名民族品牌。经历白酒行业几轮调整，公司现在处于宏观向好的发展窗口期、政策加码的战略机遇期、行业集中的结构红利期，通过产品质量的提升和品牌价值的建设，公司将促进整个白酒行业“和美”发展。

**专业技术是高品质五粮液产品的保障。**连续不间断生产近 700 年的元明古窖池群与“1366”极致传统酿造技艺，形成五粮液“种、酿、选、陈、调”美酒五字诀；数百名酿酒大师、万余名各类专业技术技能人才，形成行业领先的人才总量战略优势，中国轻工业浓香型白酒固态发酵重点实验室、国家白酒产品质量检验检测中心等创新平台实现了多项重大科技创新成果，科技创新让五粮液始终位于行业发展的引领位置，与时代共同进步。

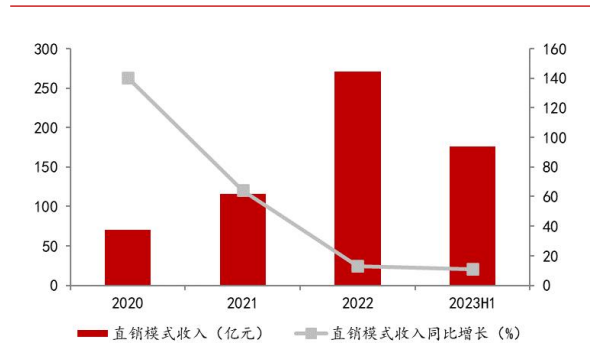
**完善的产品矩阵体系满足不同层次消费者的不同需求，形成“质”“量”兼顾的发展模式。**公司产品主要分为五粮液和浓香系列酒，五粮液主品牌采取“1+3”产品策略，“1”是以第八代五粮液为核心的代际系列，“3”分别是古窖系列，年份系列和文化定制系列；五粮浓香系列酒品牌采取“4+4”策略，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄大单品。根据 2023 年半年报，公司 2023 年上半年实现酒类收入 418.92 亿元，同比增长 8.77%，占总营业收入的 92.06%，其中，五粮液实现收入 351.79 亿元，同比增长 10.03%，占酒类收入的 83.98%；系列酒实现收入 67.13 亿元，同比增长 2.65%，收入占比为 16.02%。产品动销大幅提升，上半年系列酒销售量同比增长 33.66%。

**品牌文化建设赋能市场营销，“和美”理念深入人心。**公司坚持营销改革，渠道端加大直营渠道建设，大力推进终端形象店、专卖店、文化体验店的布局，加强与央视、人民日报等权威媒体的合作，冠名央视春晚、中秋晚会等，中秋国庆双节期间开启“和美五粮液 幸福中国节”主题市场营销系列，让“和美文化”广泛传播，为渠道动销注入动能。电商平台打开公司新的消费市场，公司在淘系平台和京东线上销售总额持续增加，渠道受众精准度进一步提升。

公司在第二十七届 12·18 共商共建共享大会上表示要全力推动渠道利润提升，择机调整八代五粮液的出厂价，重点打好形象提升、份额提升、市场拓展、提质增效、盈利提升“五个攻坚战”，“和美五粮”将为川酒发展贡献更多动能。

**图 18：五粮液和系列酒产品收入**


资料来源：iFinD，公司年报，川财证券研究所

**图 19：包含线上销售模式的直销模式营收增长较快**


资料来源：iFinD，公司年报，川财证券研究所

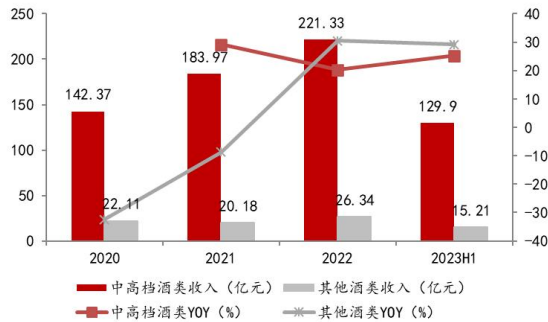
## 4.2 泸州老窖（000568.SZ）：锐意改革，品牌复兴正当时

公司被誉为“浓香鼻祖”，是深交所第一家白酒上市企业。从酿酒文化技艺来看，公司拥有 1619 口百年以上酿酒窖池、16 处明清古酿酒作坊及 3 大天然藏酒洞，自 1952 年开始蝉联 5 届国家名酒称号，具有品牌优势，在清晰的产品战略和持续的产能建设下，公司“重回前三”的复兴力量不断积聚。

公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略，产品矩阵不断丰富。“国窖 1573”和“泸州老窖”为两大品牌，重点打造国窖、窖龄酒、特曲、头曲和二曲几个大单品，通过品牌瘦身形成了清晰的市场印象。通过对核心单品国窖 1573 以及特曲、窖龄系部分产品完成提价，打开增长新空间；陆续推出泸州老窖 1952、黑盖、高光等新品，探索中式果酿酒、精酿啤酒等新赛道，进一步丰富产品矩阵。公司以 150 元/瓶的含税销售价格划分中高档酒类和其他酒类，分产品来看，公司核心产品国窖系列销售额继续保持稳健增长，中高档产品 2023 年上半年营业收入同比增长 25.24% 达到 129.90 亿元；特曲、窖龄、黑盖系列持续放量，实现营收 15.21 亿元，同比增长 29.23%。随着公司各线产品持续放量，预计公司高端赛道业绩继续保持稳步上升，中低端赛道有望持续放量。

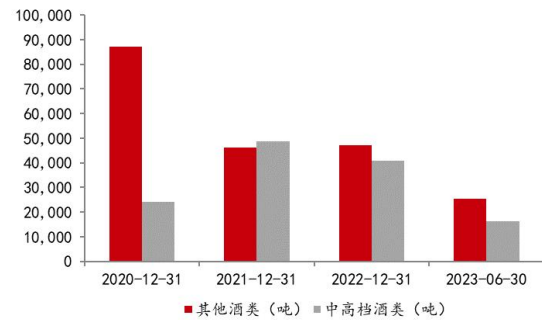
公司注重产能建设，智能酿造技改项目（一期）计划稳步推进，计划总投资约 48 亿元，该项目可帮助公司基酒年产产能和储存能力分别提升至 8 万吨和 10.4 万吨，预计 2026 年建成并投产。目前公司各类酒产品的产量有序规划，与公司发展步伐相适应，不断提升基酒产储能力，能够为未来公司业绩保持较快增长、实现高质量可持续发展奠定基础。

图 20：公司各类产品营收逐步增长



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 21：酒类产品产量有序规划



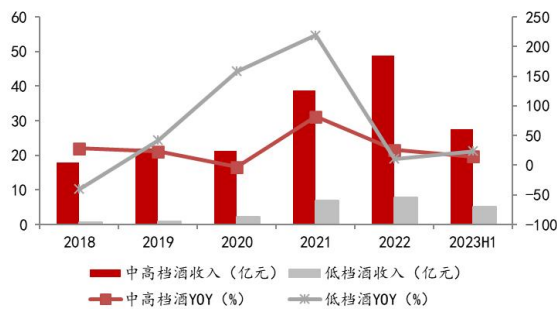
资料来源：iFinD，川财证券研究所

### 4.3 舍得酒业（600702.SH）：产区名企双向赋能，向平台型企业进化

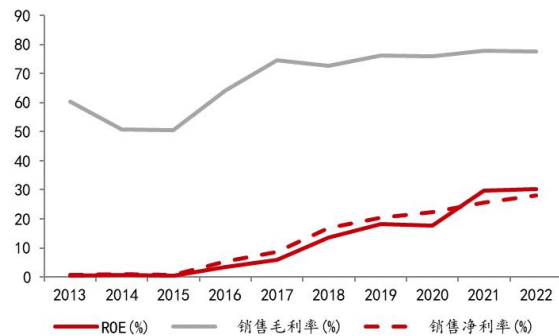
舍得酒业拥有“沱牌”、“舍得”两个核心白酒品牌，以及超高端白酒品牌“天子呼”、“舍不得”、“吞之乎”和中端白酒品牌“陶醉”，形成了“多品牌矩阵战略”。同时公司合资成立贵州夜郎古酒庄有限公司，借助浓香白酒产区的区位优势，向酱香型品类延伸，通过外延式布局增强公司竞争力，成为遂宁-射洪产区的明星企业。

**特色产区与名酒企业联动向好，舍得酒业发展空间较大。**公司所在的射洪市地处世界黄金酿酒带，地理位置优越，遂宁市、射洪市致力于建设全国优势白酒产区，对四川沱牌绿色生态产业园进行高标准规划建设，从而能够为舍得酒业提供“生态酿酒”的各类资源；公司规划建设20万亩生态酒粮基地，形成绿色、安全、高质量的企业发展生态，也为当地农业发展、农民增收贡献出相应的力量。生态酿酒成为舍得酒品质高的基础，也成为其较强的生态辨识度，舍得酒业拥有白酒行业首个企业《生态酿酒》标准，为白酒行业和舍得品牌提供更多发展空间。

**合资成立贵州夜郎古酒庄有限公司，向平台型企业进化。**不同于其他酒企，自复星控股以来，公司逐步发展，被定位为复星集团生态系统中长期深耕白酒产业的旗舰平台，获得了更多专业的经营理念、管理思维，展现出良好的战略定力和决策水平。2023年2月16日，舍得酒业以绝对持股的方式控股贵州夜郎古酒庄有限公司，标志着公司正式开启“内生式增长和外延式发展”双轮驱动的新时代，是公司迈出“外延式发展”的第一步，也是向平台型企业转型的重要一步。通过跨产区布局酱酒品类，公司的品牌综合实力进一步提升，能够满足更多细分市场的需求，形成差异化竞争。

**图 22：舍得酒业中高档酒和低档酒的表现**


资料来源：iFinD，川财证券研究所

**图 23：舍得酒业经营势头逐渐转好**


资料来源：iFinD，川财证券研究所

#### 4.4 水井坊（600779.SH）：“活态文化”和新渠道，企业发展韧性较强

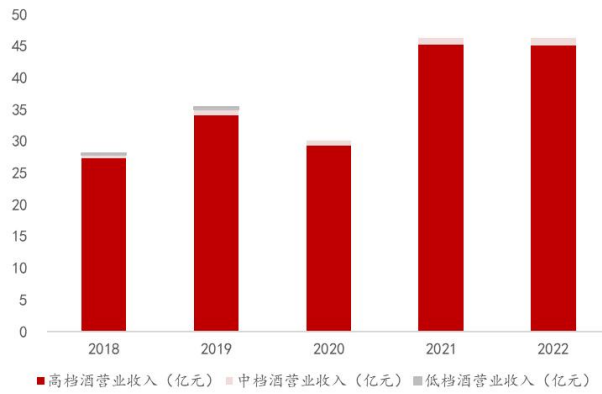
水井坊位于川酒成都产区，因发现年代最早、保存最完整的酿酒遗址，被誉为“中国白酒第一坊”。公司以独特的“活态文化”传承与创新研究不断提高浓香白酒品质，持续落地“产品升级创新、品牌高端化、营销突破”三大策略，打造名副其实的“成都名片”。公司主营产品位于不同的价格带，超千元甚至万元产品有水井坊元明清、水井坊菁翠、水井坊典藏等系列产品，千元内产品有水井坊井台、天号陈等，能够满足不同类型的消费者需求，也展现出较为深厚的品牌底蕴，但作为唯一一家由外资帝亚吉欧集团控股的白酒企业，其高端化发展不尽顺利，在次高端板块发力更加稳定。

**公司注重品牌力的保护与开拓，进一步夯实品牌优势。**水井坊所独有的“活态文化”体系是指从未间断生产的活态古窖池及其中的水井坊一号菌群和九代不断传承的“非遗”酿酒技艺，公司于 2023 年 8 月 11 日、9 月 1 日连续举办“生生不息 600 年·水井坊科学考古二十五周年主题活动”和“生生不息 600 年·活态传承 发展未来”大会，并与中国酒业协会、四川白酒金三角协会联合发布了《水井坊古窖池保护性生产规范》，深入践行“活态文化”的保护与传承。

**公司找准营销发力点，有效培育消费者，经营业绩有序恢复。**公司具有传统总代模式、新型总代模式、高端产品运营模式和新兴渠道运营模式四种销售模式，目前在电商和团购这两种新兴渠道持续开发，积累团购项目，让产品覆盖更多圈层。从 23 年上半年业绩来看，新渠道、批发代理分别产生营业收入 2.03 和 13.13 亿元，同比分别增长 69.63%、降低 31.82%；销量同比增加 77.64%、降低 21.12%至 568.16 和 3523.43 千升。

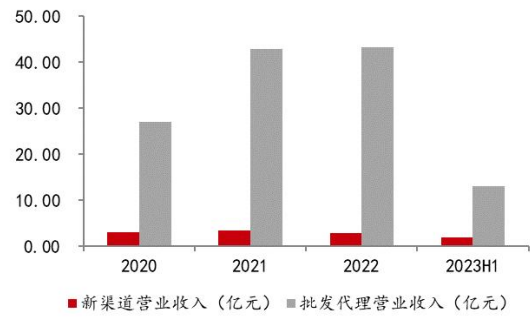


图 24：高档酒营业收入占比较高



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 25：公司逐步开发新兴渠道



资料来源：iFinD，川财证券研究所

## 风险提示

**行业竞争加剧风险：**各个白酒产区加速建设，区域间竞争激烈；酱香、清香型白酒发展势头强劲，对四川浓香型白酒形成一定挤压；行业马太效应加剧，中小规模酒企面临较大竞争压力。

**食品安全风险：**食品加工企业在采购、生产及流通等环节都有可能因为企业管控不力、或企业无法管控存在食品安全风险。若可能发生重大食品安全事故，将对行业发展造成负面影响。

**市场复苏进度不及预期风险：**当前我国经济处于复苏阶段，疫情波动、通胀高企、海外战争冲突等不利因素仍然存在，宏观经济发展承压，高层次需求或商务活动需求降低，可能会对白酒市场的恢复造成影响。

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明